

# 国债期货年报：芝麻与西瓜

## ——2023 年国债期货行情及投资展望

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

虞堪 投资咨询从业资格号：Z0002804 Yukan010359@gtjas.com

唐立（联系人） 期货从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com

李宏磊（联系人） 期货从业资格号：F3078764 Lihonglei023572@gtjas.com

### 报告导读：

债市短、中、长期分别受资金面、政策面和基本面的影响。基本面的情况变化仍是债市未来走势的决定性因素。站在当下债市配置逻辑转变的时间点，明年债市的主旋律是风险管理。在债牛低波动的环境下，需要灵活的量化策略来减少国债期货套保成本“芝麻”对净值的负贡献。但在债市逆风的环境下，套保成本“芝麻”作为风险管理的理性付出，可以用来保护现券配置的净值“西瓜”。

短期资金面来看，尽管央行宣布降准，但是幅度仅有 25BP，且市场已提前交易过基差收敛的修复逻辑，因此整体债市表现仍然偏弱。11 月最后一周，央行公开市场操作延续了截止 11 月 18 日当周的大幅净投放，短期呵护的态度较为明显。但是，在银行间资金利率有所回落的背景下，同业存单利率仍然处于相对高位，意味着机构赎回压力仍存。

中期政策面来看，央行 3 季度货币政策工作报告里提到了三点比较重要的内容：汇率风险、不把地产当做短期刺激、关注潜在通胀上行风险。因此，尽管当前我们看到地产端支持政策“三支箭”均已射出，但中长期来看宽松不是未来央行全盘工作的主旋律，克制才是。

长期基本面而言，自防疫优化“20 条”、地产“16 条”扭转了对中国基本面的预期以来，后续支持政策频出也使得债市处于持续的高波动状态。不论是从库存周期还是信用周期的角度来看，我国经济复苏的确定性均较高，宏观数据上看到回暖的时间点大概在 12 月或明年 1 季度。收益率曲线将逐步陡峭，10 年期国债收益率明年可能触碰 3.3% 一带。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1. 债市基本面 .....	3
1.1 本轮冲击回顾 .....	3
1.2 短期资金面的割裂 .....	4
1.3 中期政策面的克制 .....	5
1.4 长期基本面的确定 .....	6
2. 国债期货多维数据监测 .....	7
2.1 规模持续提升 .....	7
2.2 微观流动性继续改善 .....	8
2.3 期限套利：基差出现较大波动 .....	8
2.4 跨品种套利：收益率曲线缓慢走陡 .....	9
2.5 跨期套利：跨期价差（下季-当季）重心下移 .....	10
3. 当下国债期货应对策略 .....	11

(正文)

## 1. 债市基本面

### 1.1 本轮冲击回顾

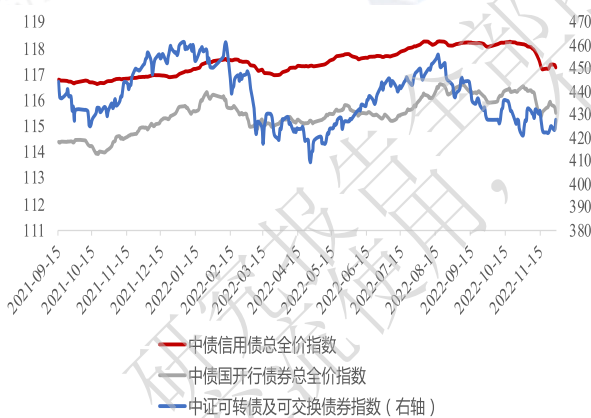
债市短、中、长期分别受资金面、政策面和基本面的影响。基本面的情况变化仍是债市未来走势的决定性因素。本轮债市受冲击的背景在于11月中旬税期高峰临近时短期资金面偏紧叠加防疫优化政策与地产支持政策的密集出台对于经济预期的强扭转。

从品种上看，不论是利率债、信用债还是可转债，都受到了不同程度的冲击。我们认为2023年债券类资产的配置的主要思路在于风险管理，与股票相关性更高的可转债配置胜率相对更高。

相似的大波动调整行情在2016年10月与2020年5月均发生，并且之后均进入债熊。尽管当下市场情况与过去有所类似，但当年不论是2016年资管新规前的非标类资产还是2020年的权益类资产均对固收、固收+类产品提供了缓冲。

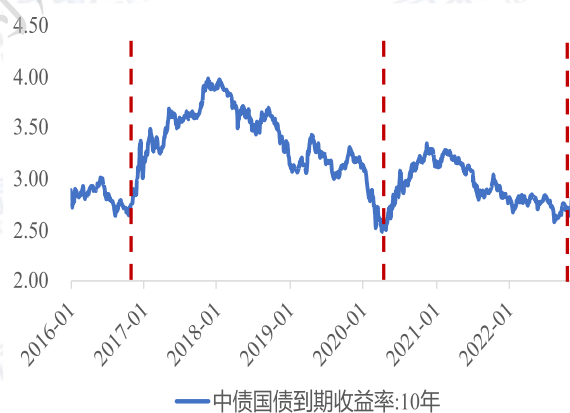
资管新规落地以来，从银行间理财产品规模来看，标准化债券类资产扩容迅速，但金融衍生品资产占比极低，管理策略更多注重于现券的配置。尽管产品净值化已经是不争的事实，但从投资者的角度而言，相关产品“保本”的观念仍然根深蒂固。债市转折点下，未来潜在的持续赎回冲击不可忽视。

图 1：全品种债券类资产均受到冲击



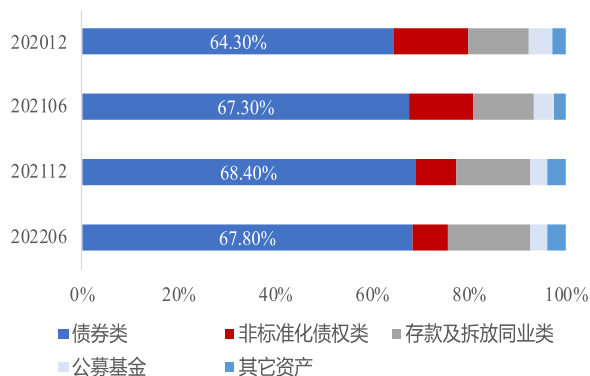
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：当下情况类似 2016 年 10 月与 2020 年 5 月



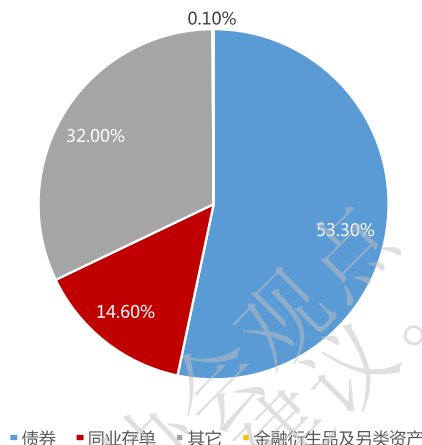
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图3：银行间标准化债券类资产扩容迅速



资料来源：中国理财网，国泰君安期货研究

图4：金融衍生品类资产占比较低



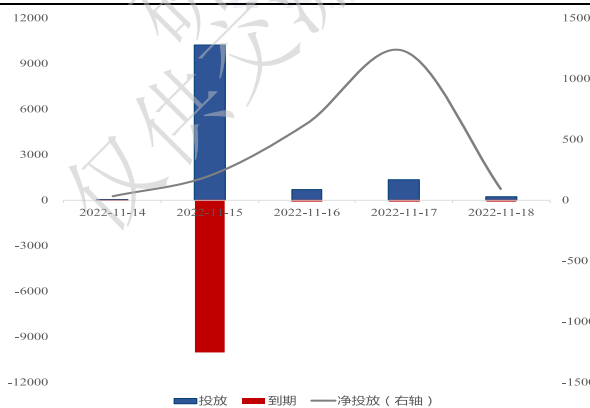
资料来源：中国理财网，国泰君安期货研究

## 1.2 短期资金面的割裂

截止债市剧烈波动的18日当周，央行全口径净投放2180亿元，债市在迎来一周左右的修复期后，临近11月末重回弱势。11月30日，央行继续通过逆回购当日净投放1680亿元，短期呵护态度明显。

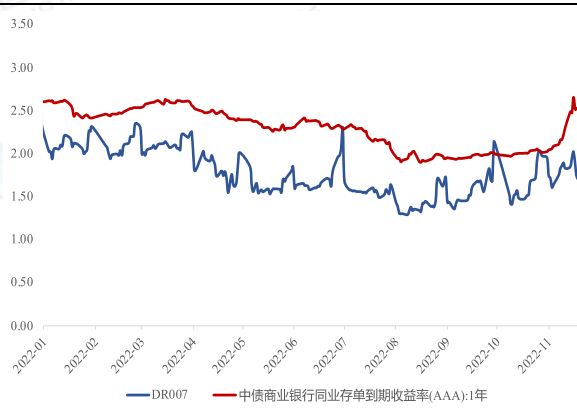
银行间资金利率有所回落，但同业存单利率维持较高水平。我们认为，同业存单利率是观察赎回压力的侧面指标。从商业银行的流动性比率（超储/流动性负债）来看，银行前期通过缩小分母的方式来提高资金使用效率，负债端将对普通客户活期存款置换为非银客户的同业存单（拉长期限后，不计入流动性负债）。客户在较低的定存利率下也有转往非银机构追求略高收益的动力。当客户大量赎回时，冲击到了流动性比率，从而推高同业存单利率。

图5：截止18日当周OMO净投放放量呵护市场



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图6：资金利率有所回落，存单利率维持高水平



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 1.3 中期政策面的克制

央行三季度货币政策执行报告表态克制，从整体基调来看，仍然着重于以时间换空间，以结构性工具进行“精准滴灌”。本次报告中，有三点内容值得注意。

第一，继续“推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持”。但同时要牢牢坚持“房住不炒”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。当下，房地产的“三支箭”信贷、债券融资与股权融资均已出现明确的政策支持信号，这也扭转了房地产行业与中长期经济复苏的预期。

第二，“坚决平抑汇率大起大落”的态度表明了尽管海外的加息速度边际放缓，但在美联储终端目标利率仍具有不确定性的前提下，汇率风险仍是央行当下的工作观察重点。

第三，本次报告中首次提到对于我国潜在通胀压力的警惕，尤其是猪周期上行趋势下对CPI端的带动。

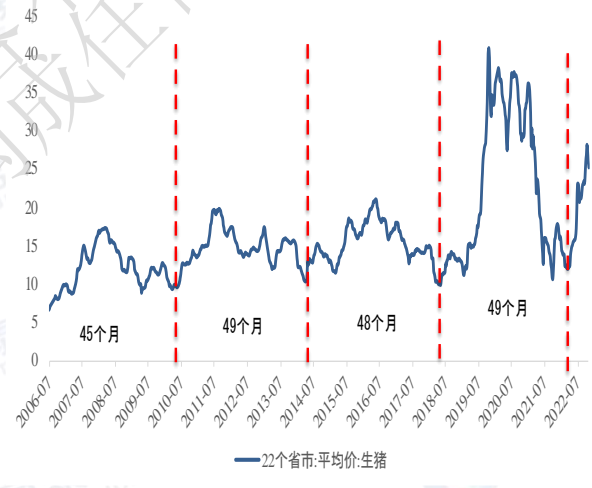
另外，不论是7天逆回购、1年期MLF的利率，还是1年期、5年期的LPR利率都已经维持当前水平较久，近期幅度仅仅25BP的降准也体现了当前货币政策端偏谨慎的态度。

图 7：央行仍在重点关注汇率风险



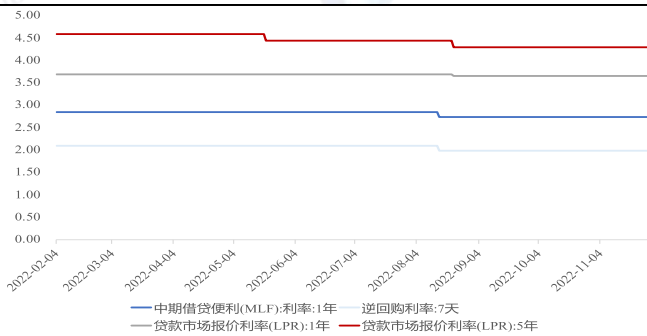
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：本轮猪周期上行阶段仍未结束



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：OMO 操作利率与 LPR 利率维持按兵不动



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 1.4 长期基本面的确定

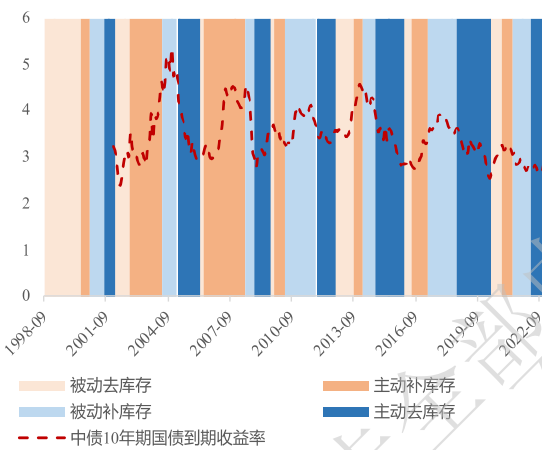
长期基本面而言，自防疫优化“20条”、地产“16条”扭转了对中国基本面的预期以来，后续支持政策频出也使得债市处于持续的高波动状态。

从库存周期的角度来看，我国处于需求、库存增速双降的主动去库存阶段末期，切换至需求回升的被动去库存周期后，利率中枢的上移不可避免。

从信用周期的角度来看，宽货币到宽信用的传导时滞在3个季度左右。本轮宽货币从2季度开始，当下已经进入宽信用逐步落地阶段，货币需求将逐步匹配供给，居民端的信用扩张将是本轮宽信用落地的最终环节。宽信用的落地往往也标志着宽松的尾声和股债资产的配置再平衡。

宏观数据的回暖预计会出现在12月或是明年1季度，明年10年期国债收益率或触碰3.3%一带。

图 10：库存周期视角下，利率处于向上转折点处



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：利率中枢上移较为确定

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/8	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-至今	7	6	11	至今8	7
平均时长 (月)		9	11	11	13	43

库存周期	10年期国债收益率	
	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	20%	-7%
被动去库存	67%	19%
主动补库存	67%	46%
被动补库存	50%	-11%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：宽信用逐步落地，股债面临再平衡



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

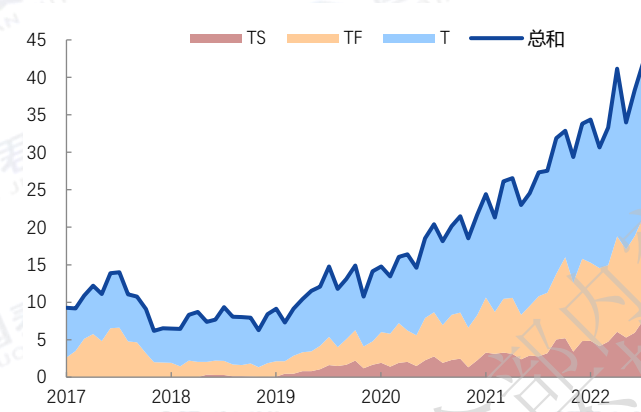
## 2. 国债期货多维数据监测

### 2.1 规模持续提升

从规模来看，机构入市持续加快进度，国债期货市场规模继续扩容。从2020年之后国债期货成交量和持仓量出现较大幅度增长，市场参与者结构有望迎来重大变化。从时点持仓量来看，10年期国债期货达到21万手，5年期国债期货达到13万手，2年期国债期货达到6万手；从日均成交量来看，10年期、5年期和2年期国债期货分别达到13万手、8万手、5万手。

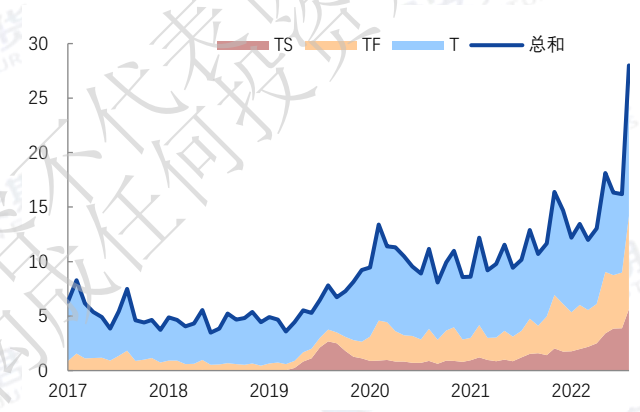
从公募基金对于国债期货的参与度来看，产品总数量大幅增长至三季度末的65只，产品的净资产合计2700余亿，创下历史新高，多头持仓市值增长至28.2亿，空头持仓市值增长至119.5亿，为历史首次突破百亿。

图 13:2022 年国债期货持仓创历史新高(万手)



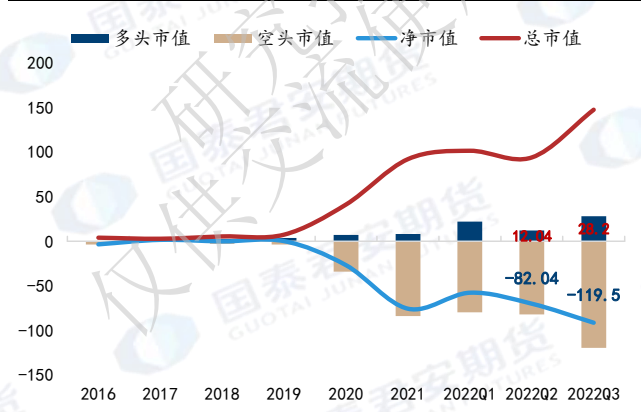
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14:2022 年国债期货日均成交量(万手)



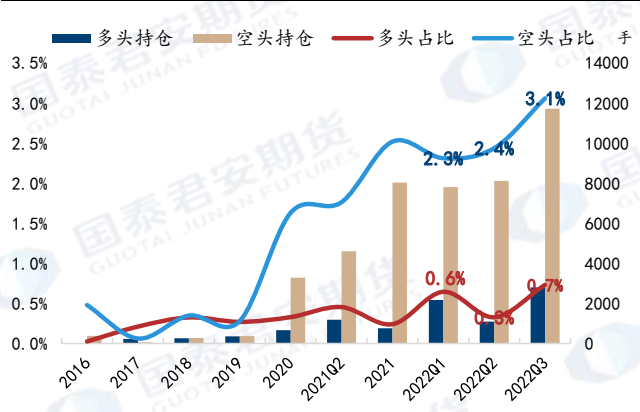
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15: 公募基金持有国债期货市值创新高(亿元)



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16: 公募基金持仓占市场总持仓的比例上升

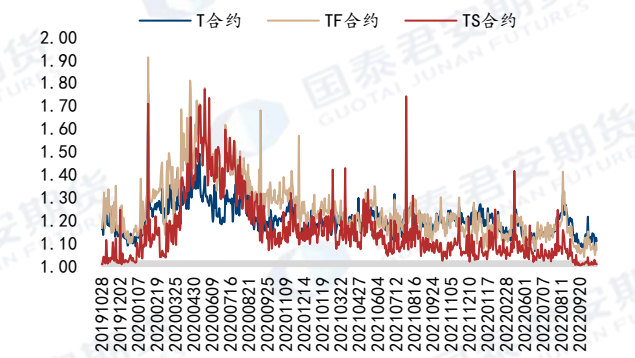


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2.2 微观流动性继续改善

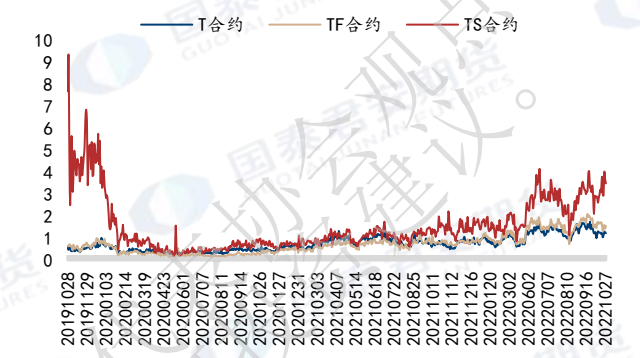
国债期货微观流动性继续改善。自 2019 年 5 月 21 日中金所正式启动国债期货做市交易之后，国债期货市场活跃度和流动性得到显著改善，但依然需要担心能否应对满足银行保险级别的资金。从 11 月底的时点数据来看，2 年期、5 年期和 10 年期国债期货的一档买卖价差倍数分别为 1.01、1.10、1.10；一档市场深度分别为 3.49 亿、1.57 亿和 1.23 亿。不过由于目前机构参与度仍然不高，非主力合约交投清淡，并且流动性会受到剧烈行情影响而波动。国债期货的流动性是银行、保险资金入市的市场基础。

图 17: 一档买卖价差 (最小变动单位倍数)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 18: 不同阶段一档挂单市场深度 (亿元)



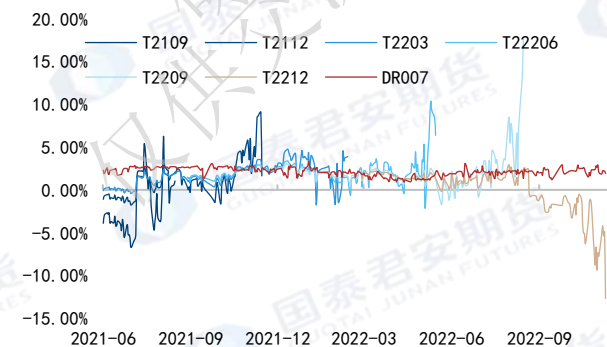
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

## 2.3 期现套利: 基差出现较大波动

从 2022 年期现套利/基差交易的角度来看，基差出现大幅波动。用活跃 CTD 券衡量，2022 年国债期货各品种 IRR 全面缓慢下行，和资金利率走势吻合，基本维持低于 DR007 的水准，没有比较合适的期现正向套利机会（持有至交割）。10 年期国债期货 IRR 均值为 -0.15%，5 年期国债期货 IRR 均值为 1.55%，2 年期国债期货 IRR 均值为 1.06%。2020 年国债期货净基差先扬后抑，下半年基差快速走低，目前 2 年期和 5 年期国债期货净基差已经跌破 0 值，10 年期净基差也处于 0 值附近。

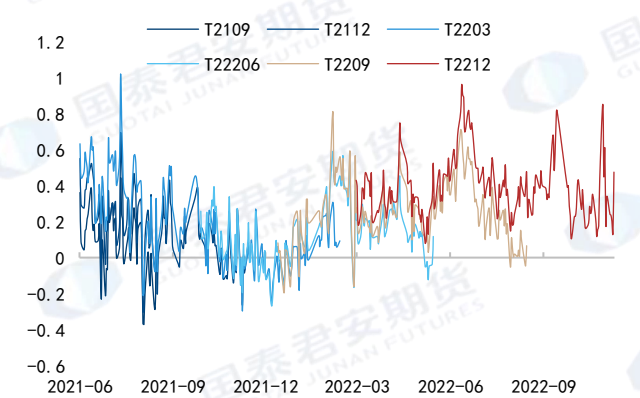
另外需要注意的是，今年国债市场波动较大，期现市场有几次极度不同步，净基差出现短时间拉升超过 0.5 元的情况，从历史来看，行情平稳之后基差 100% 会有均值回归的走势，期间可以进行一些基差回归的事件型交易。

图 19: 10 年期国债期货 IRR



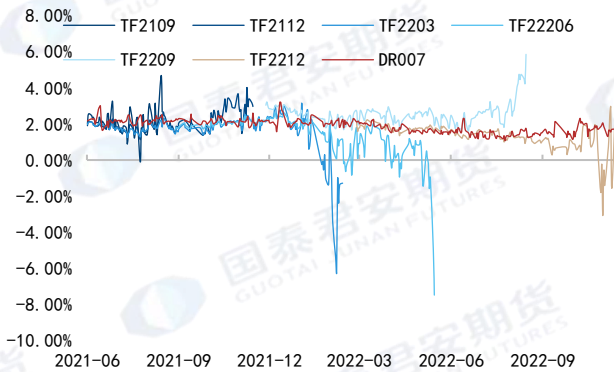
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 20: 10 年期国债期货净基差



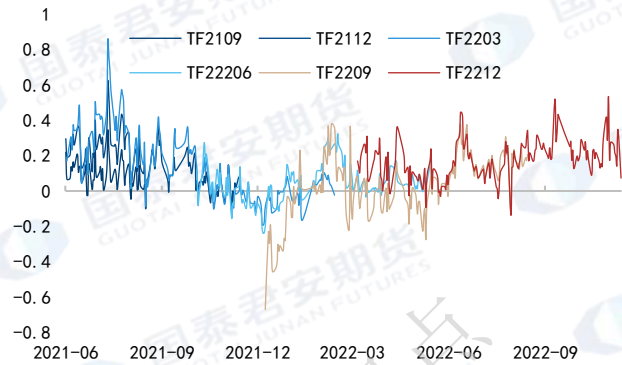
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 21:5 年期国债期货 IRR



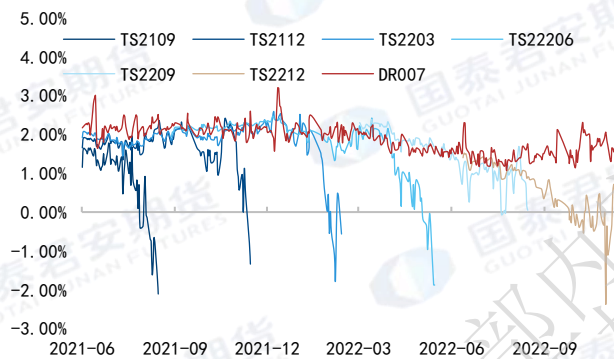
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 22:5 年期国债期货净基差



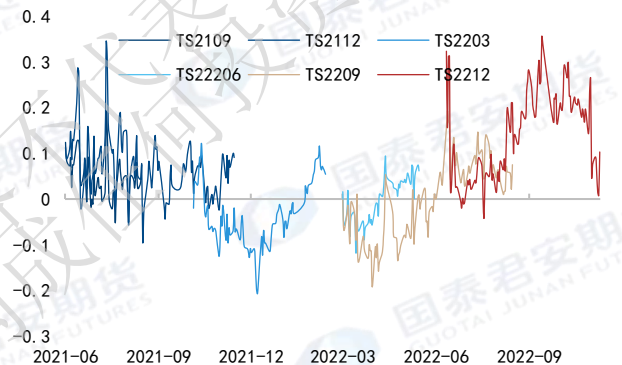
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 23:2 年期国债期货 IRR



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 24:2 年期国债期货净基差



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

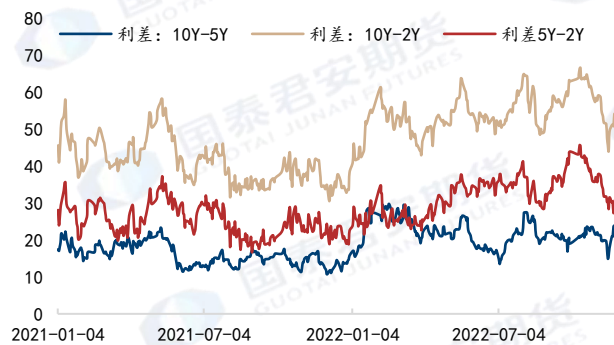
## 2.4 跨品种套利: 收益率曲线缓慢走陡

从 2022 年跨品种套利/价差交易来看, 收益率曲线缓慢走陡。本年度期限利差波动较小, 其中, 2-10Y 和 2-5Y 的期限利差震荡上涨, 在 10 月中旬达到年内高点, 分别为 66BP 和 46BP, 这反应了国内温和宽松的货币政策, 5-10Y 利差全年处于震荡, 中枢维持在 20-30BP。

长期来看, 蝶式指标没有趋势性, 以宽幅震荡为主, 红黄两线为指标的支撑阻力线, 从 2010 年至今, 指标有 80% 概率落在红黄区间内。当指标处于阻力黄线上方, 则表示收益率曲线变凸, 两端利率偏低; 当指标处于支撑红线下, 则表示收益率曲线变凹, 两端利率偏高。今年 7 月和 10 月出现了一次指标上穿黄色阻力线的交易机会。

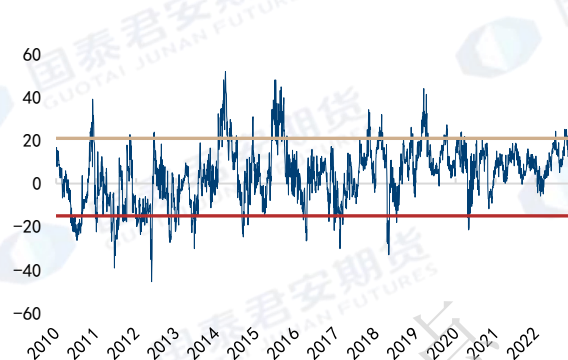
对于明年的曲线, 由于资金面可能边际收紧, 经济面可能有所复苏, 整体收益率曲线判断为先陡后平。

图 25: 关键期限利差走势



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 26: 蝶式策略跟踪指标 (2\*5Y-2Y-10Y)

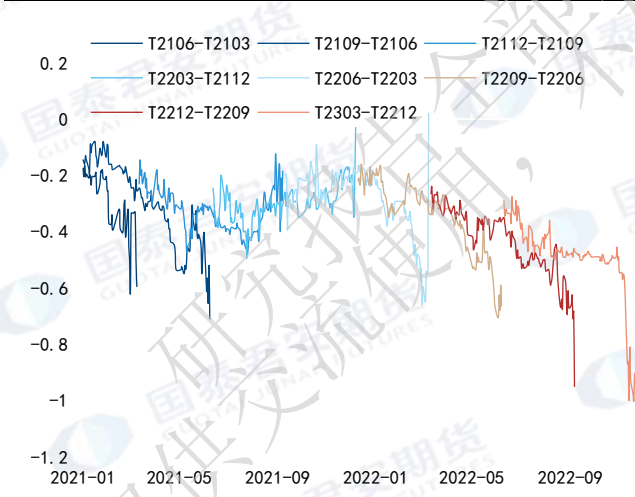


资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

## 2.5 跨期套利: 跨期价差 (下季-当季) 重心下移

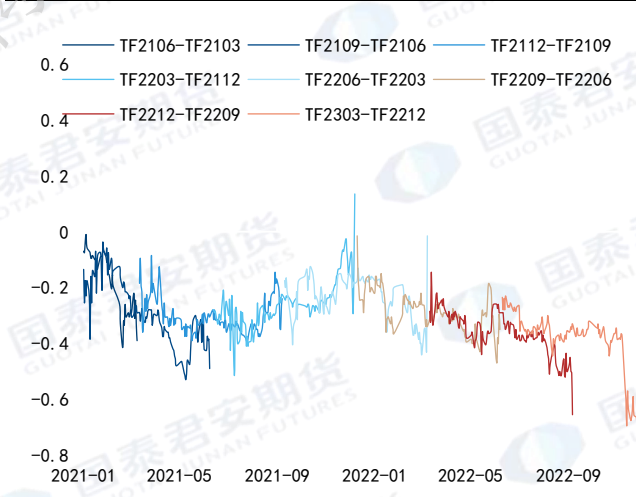
从 2022 年跨期套利/价差交易的角度来看, 跨期价差 (下季-当季) 重心下移。一方面, 整体资金利率全年是缓慢向下的, 跨期价差和资金利率有很强的正相关性; 另一方面, 当前期债偏空, 空头头寸主动移远季合约, 使得价差走弱。截止 11 月底 10 年期国债期货跨期价差 (T2206-T2203) 为 -1.110 元, 5 年期国债期货年末跨期价差 (TF2206-TF2203) 为 -0.700 元, 2 年期国债期货年末跨期价差 (TS2206-TS2203) 为 -0.395 元。对于明年, 跨期价差可能继续保持弱势。

图 27: 10 年期国债期货跨期价差



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 28: 5 年期国债期货跨期价差



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

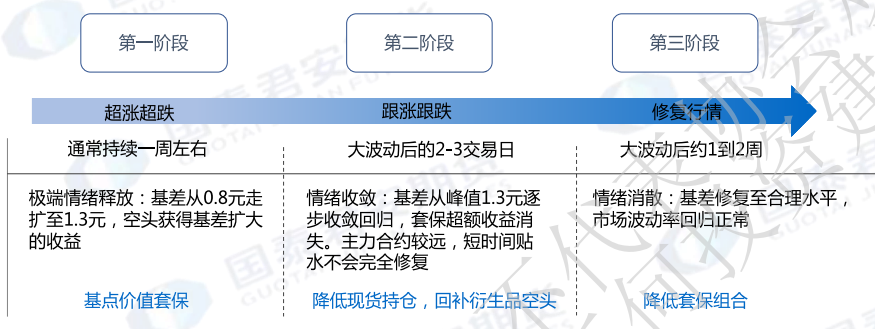
### 3. 当下国债期货应对策略

站在当下债市配置逻辑转变的时间点，明年债市的主旋律是风险管理。

在债牛低波动的环境下，需要灵活的量化策略来减少国债期货套保成本“芝麻”对净值的负贡献。如遇到短期大波动的行情，我们建议使用灵活应对三部曲策略。

但在债市逆风的环境下，套保成本“芝麻”作为风险管理的理性付出，可以用来保护现券配置的净值“西瓜”。同时，一定尺度的风险敞口留存甚至可以带来超额收益。

图 29：短期应对三部曲策略（针对本轮早期波动行情的应对）



资料来源：国泰君安期货研究

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

### 国泰君安期货客户服务电话 95521